

大成鋼 (2027 TT) Ta Chen International

缺乏漲價動能，出貨價量維持低檔

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$39.0

收盤價 (2024/03/21)：NT\$37.2
隱含漲幅：4.8%

營收組成 (4Q23)

鋁捲板+不鏽鋼 72%/扣件(大國鋼) 26%/其他 4%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	39.0	39.0
2024年營收 (NT\$/十億)	102.4	107.7
2024年EPS	2.6	3.0

交易資料表

市值	NT\$90,430百萬元
外資持股比率	16.0%
董監持股比率	4.6%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$32.56
負債比	44.9%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	114,149	101,257	102,440	116,664
營業利益	18,526	8,856	10,012	12,284
稅後純益	12,026	5,331	6,248	8,418
EPS (元)	4.94	2.19	2.57	3.46
EPS YoY (%)	-16.9	-55.7	17.2	34.7
本益比 (倍)	7.5	17.0	14.5	10.7
股價淨值比 (倍)	1.2	1.2	1.1	1.1
ROE (%)	22.4	7.2	8.2	10.5
現金殖利率 (%)	6.5%	3.2%	3.5%	4.7%
現金股利 (元)	2.40	1.20	1.28	1.73

陳映慈

Lucy.YT.Chen@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 需求不彰使價量齊跌，毛利率季減 2.0 ppt，本業不如預期 47%；1Q24 進入旺季，但價量皆不如同期水準。

◆ 不鏽鋼價格跌幅超出預期，下修 2024 年出貨均價，下修 EPS 14.9% 至 2.57 元；不過近期鎳價小幅反彈，不鏽鋼價有望止穩回升。

◆ 下游拉貨仍保守，評價維持 2024 年 1.2 倍每股淨值，目標價 39 元。

鎳價下跌使不鏽鋼大幅降價，4Q23 EPS 低於預期 42%

4Q23 營收 217.11 億元 (季減 10.3%/年減 9.2%)，由於工作天數減少和需求不彰，鋁捲板/不鏽鋼出貨量季減 7%/2%至 5.7/4.0 萬噸、產品均價下滑 3%/6%，其中鎳 4Q23 下跌 11%使不鏽鋼下跌幅度大，導致不鏽鋼產品平均毛利率下滑 3ppt，整體毛利率季減 2.0 ppt 至 16.5%，低於我們/市場預期 2.3 ppt/1.7 ppt；業外損失 2.07 億元，包含外幣兌換損失 7.71 億元，4Q23 EPS 0.19 元 (季減 64.1%/年減 23.7%)，低於我們/市場預期 41.7%/26.9%。

產品跌幅大於預期，下修 1Q24 毛利率 1.8 ppt

儘管進入開工旺季，但由於年初聯準會降息態度不明朗、美國需求復甦和緩，預期 1Q24 不鏽鋼+鋁捲板出貨量季增 14%/年減 10%至 11-11.5 萬噸。價格部分，鎳/鋁 1Q24 均價季減 4%/季持平，預期產品價格微幅下滑 3%，下修 1Q24 營收 10.1%至 241.74 億元 (季增 11.3%/年減 16.5%)、下修毛利率 1.8 ppt 至 18.9% (季增 2.5 ppt/年減 2.4 ppt)，以反映 4Q23 產品跌幅大於預期，毛利率季增主因不鏽鋼高價庫存逐步消耗完畢，鋁捲板售價及成本相對穩定；下修 1Q24 EPS 26.7%至 0.44 元 (季增 131.6%/年減 45.7%)。

預期售價隨原料回升將止跌，惟下游拉貨仍保守

大成鋼不鏽鋼/鋁捲板報價 2023 年初至今下滑 25%/15%，展望後續，鋁價近期於 2,100-2,200 美元震盪使鋁捲板價格持穩、鎳價自 2024 年 1 月低點反彈 9%，預期不鏽鋼產品有望於 3 月起漲價，有助於毛利率於 2Q24 擴張，不過考量印尼增產未見停止，預估鎳價將於每噸 17,000-18,000 美元低檔震盪 (vs 1Q23 均價 26,000 美元/噸)，使大成鋼不鏽鋼報價難以回到 1H23 7,000 美元/噸以上水準 (目前價格約 5,700 美元/噸)。需求方面，儘管聯準會降息態度逐漸明朗，2M24 美國新屋開工數月增 10.7%/年增 5.9%，不過下游對後市看法仍然保守，對庫存建立態度謹慎，整體出貨量仍不樂觀，下修 2024 年 EPS 14.9%至 2.57 元 (年增 17.2%)，評價維持 1.2 倍 2024 年每股淨值，維持「持有」評等。

營運分析

鎳價下跌使不鏽鋼大幅降價，毛利率季減 2.0ppt，4Q23 EPS 低於預期 42%

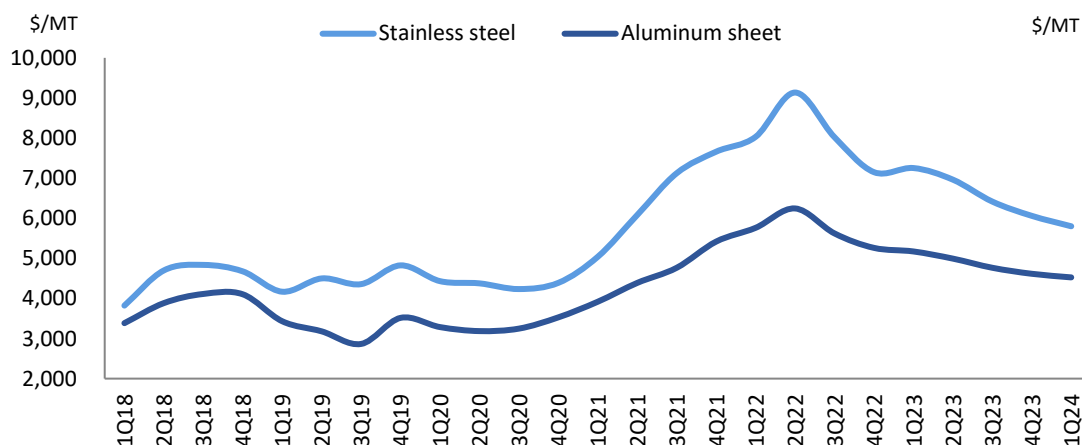
大成鋼 4Q23 營收 217.11 億元(季減 10.3%/年減 9.2%)，低於我們預期 7.1%/低於市場預期 3.3%，4Q23 有感恩、聖誕節等連續假期使工作天數減少，鋁捲板/不鏽鋼出貨量季減 7%/2%至 5.7/4.0 萬噸，落於我們原先預期之合計 9.5-10 萬噸中下緣，惟產品均價下滑 3%/6%，大於我們原先預期之 2%，除需求疲弱外，鎳/鋁 4Q23 以來下跌 11%/上漲 1%，使不鏽鋼下跌幅度大，導致營收不如預期；毛利率季減 2.0ppt 至 16.5%，低於我們/市場預期 2.3ppt/1.7ppt，其中不鏽鋼在大幅降價下產品平均毛利率下滑 3ppt，鋁捲板則相對穩定，使營業利益 9.79 億元(季減 47.1%/年減 57.1%)，低於我們/市場預期 47.3%/49.3%；業外損失 2.07 億元，其中外幣兌換損失 7.71 億元、以避險為目的之金屬價格衍伸性合約獲利 2.3 億元。4Q23 EPS 0.19 元(季減 64.1%/年減 23.7%)，低於我們/市場預期 41.7%/26.9%。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23A		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	23,900	24,210	21,711	-10.3%	-9.2%	23,375	22,458	-7.1%	-3.3%
營業毛利	4,590	4,477	3,577	-20.1%	-22.1%	4,389	4,072	-18.5%	-12.2%
營業利益	2,282	1,850	979	-47.1%	-57.1%	1,857	1,929	-47.3%	-49.3%
稅前利益	804	2,283	772	-66.2%	-3.9%	1,467	1,186	-47.4%	-34.9%
稅後淨利	485	1,264	454	-64.1%	-6.5%	775	644	-41.4%	-29.4%
調整後 EPS (元)	0.24	0.52	0.19	-64.1%	-23.7%	0.32	0.26	-41.7%	-26.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	19.2%	18.5%	16.5%	-2.0	-2.7	18.8%	18.1%	-2.3	-1.7
營業利益率	9.6%	7.6%	4.5%	-3.1	-5.0	8.0%	8.6%	-3.4	-4.1
稅後純益率	2.0%	5.2%	2.1%	-3.1	0.1	3.3%	2.9%	-1.2	-0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：大成鋼不鏽鋼、鋁捲板報價回落



資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

產品跌幅大於預期，下修 1Q24 毛利率 1.8ppt

大成鋼 1-2M24 營收 155.87 億元(年減 17.2%)，達成我們/市場預期 58%/61%，不如預期，儘管進入開工旺季使出貨量有所回升，但由於聯準會降息態度不明朗、美國需求復甦和緩，鋁捲板出貨量年減 1.1 萬噸至 4.2 萬噸，不如正常旺季 2.5 萬噸/月的水準，不鏽鋼則在鎳價回升下出貨量年增 0.4 萬噸至 2.7 萬噸，預期 1Q24 不鏽鋼+鋁捲板出貨量季增 14%/年減 10%至 11-11.5 萬噸。價格部分，鎳/鋁 1Q24 均價季減 4%/季持平，預期產品價格微幅下滑 3%，下修 1Q24 營收 10.1%至 241.74 億元(季增 11.3%/年減 16.5%)、下修毛利率 1.8ppt 至 18.9%(季增 2.5ppt/年減 2.4ppt)，以反映 4Q23 產品跌幅大於預期，毛利率季增主因不鏽鋼高價庫存逐步消耗完畢，鋁捲板售價及成本相對穩定；下修 1Q24 EPS 26.7%至 0.44 元(季增 137.5%/年減 45.5%)。

圖 3：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	28,967	21,711	24,174	11.3%	-16.5%	26,891	25,546	-10.1%	-5.4%
營業毛利	6,168	3,577	4,579	28.0%	-25.8%	5,576	5,015	-17.9%	-8.7%
營業利益	3,447	979	2,296	134.5%	-33.4%	3,034	3,034	-24.3%	-24.3%
稅前利益	3,230	772	1,869	142.2%	-42.1%	2,441	2,061	-23.4%	-9.3%
稅後淨利	1,980	454	1,049	137.7%	-45.5%	1,470	1,232	-28.6%	-14.9%
調整後 EPS (元)	0.81	0.19	0.44	137.5%	-45.5%	0.60	0.51	-26.7%	-12.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	21.3%	16.5%	18.9%	2.5	-2.4	20.7%	19.6%	-1.8	-0.7
營業利益率	11.9%	4.5%	9.5%	5.0	-2.4	11.3%	11.9%	-1.8	-2.4
稅後純益率	6.8%	2.1%	4.3%	2.2	-2.5	5.5%	4.8%	-1.1	-0.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預期售價隨原料回升將止跌，惟下游拉貨仍保守

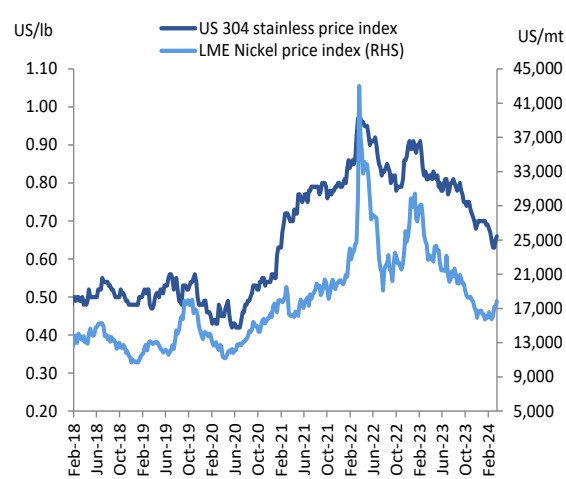
大成鋼不鏽鋼/鋁捲版報價自 2023 年初至今下滑 25%/15%，展望後續，鋁價近期維持在 2,100-2,200 美元震盪，使鋁捲板價格持穩、鎳價則自 2024 年 1 月低點反彈 9%，我們認為不鏽鋼產品有望於 3 月起漲價，有助於毛利率於 2Q24 擴張，不過考量到印尼增產未見停止(預期 2024 年年增 10%)，預估鎳價將於每噸 17,000-18,000 美元低檔震盪(vs 1Q23 均價 26,000 美元/噸)，使大成鋼不鏽鋼產品報價難以回到 1H23 7,000 美元以上水準(目前價格約 5,700 美元)。需求方面，儘管聯準會降息態度逐漸明朗，2M24 美國新屋開工數月增 10.7%/年增 5.9%，不過公司表示，下游對後市看法仍然保守，對庫存建立態度謹慎，過往下游的安全庫存約為 4-6 個月，目前則維持在 1-3 個月，整體出貨量仍不樂觀，下修 2024 年 EPS 14.9%至 2.57 元(年增 17.2%)。

圖 4：鋁與鋁捲板價格走跌



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 5：鎳與不銹鋼價格大幅回落



資料來源：Wind、CMoney、元大投顧

4Q23 窗飾部門虧損收斂，2024 年有望損益兩平

4Q23 窗飾部門營收 4.25 億元(季增 5%)，稅前虧損 0.13 億元，對比 1Q23/2Q23/3Q23 稅前虧損 1.6 億/1.2/0.84 億元逐步收斂，符合我們預期。2022/2023 年窗飾部門營收 12 億/17 億元，稅前虧損 7.3/3.7 億元，前期虧損較大主因初期投入成本高，包括門市重新裝修(裝修費用根據租約做攤提)，以及新聘員工超過 500 人使得人事成本居高。

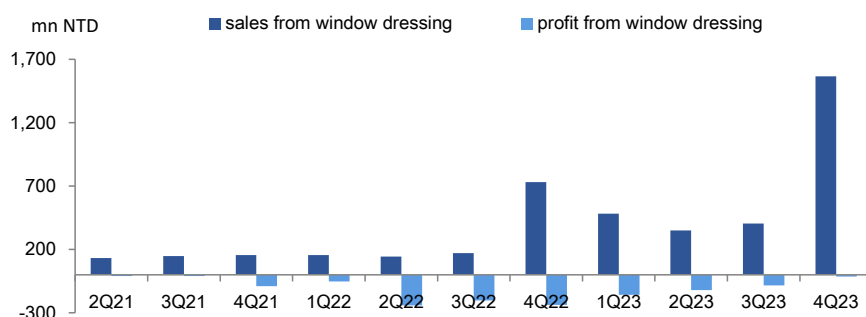
目前窗飾部門整體單季營收約 4-5 億元，其中隆美純窗飾月營業額約 0.4-0.45 億元，全飾裝修月營業額約 1 億元，在窗飾部門逐步成熟下，預期 2024 年營收 16-18 億元，同時考量初期成本支出告一段落，預期有望在 2Q24 起小幅獲利。不過受到政府打炒房影響，國內室內裝修市場萎縮約 3 成，欲獲利仍有難度，公司目標為 2024 年損益兩平，並期望未來數年營收規模能以 30% 左右之年增率成長，朝 100 億元營收規模、淨利率 10% 目標邁進。

圖 6：大國鋼收購正道時程

時程	收購內容
2021/12	斥資 1.48 億元，收購私募股 1.6 萬張；總持股比率達 8.93%。
2022/4	斥資 2.24 億元，收購私募股 1.6 萬張；總持股比率達 20.24%。

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

圖 7：大成鋼窗飾部門虧損逐步收斂



資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

大成鋼鋁捲板市占率 60-65%，2025 年熱軋產線可期

大成鋼看準在反傾銷確立後美國國內鋁捲板市場供不應求，持續擴張其當地鋁捲板產能，大成鋼德州鋁廠原有產能 1.8 萬噸，第二條 1.3 萬噸冷軋線於 2023 年 7 月開始試產，規劃一個月增加 2000 噸，至 2023 年底產能已全數開出，冷軋月產能提升至 3.1 萬噸，可取代公司目前由海外進口之鋁捲板(如日本、葡萄牙等)，儘管目前平均月銷量僅 2.1 萬噸，產能無法全數利用，不過我們看好在未來市況好轉下，大成鋼德州鋁廠能夠快速因應生產，有助於市占率擴張，目前大成鋼鋁捲板美國市佔率約 60-65%，新產能開出後有望將市占率拉升至 70-75%。

後續公司將接續開拓前段熱軋產能至 3.1 萬噸以因應新增的冷軋製程(熱軋原有產能 1.3 萬噸/月)，規劃將於 2025 年底投產，公司推估熱軋產線開出後每噸可以減少 400 美金的成本，將對公司帶來成本節省效益，再推升毛利率 3-5%。

圖 8：大成鋼德州鋁廠事業發展歷程

時程	事件
2018/10	以 3.5 億美金向美國鋁業併購德州工廠
2020/3	結合美國同業對 18 個國家的普通鋁合金板提起反傾銷調查
2021/7	再投資 2.6 億美金提高德州廠產能及增建第二條冷軋產線
2023/7	第二條冷軋產線(1.3 萬噸/月)試產
2025(F)	第二條熱軋產線(1.8 萬噸/月)投產

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

產業概況

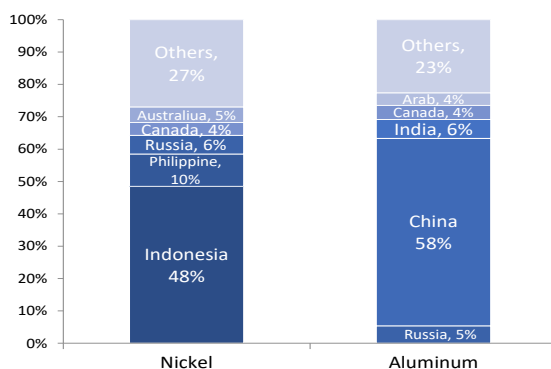
印尼持續擴產，鎳礦供過於求短期難以扭轉

鎳礦主要產地為印尼、菲律賓及俄羅斯，分別佔全球供應份額的 48%、10%、6%，主要用途為不銹鋼原料，約佔總應用的 70%，其次為電池，佔比 13%。2021 年因烏俄戰爭，約減少 25 萬噸俄鎳供應，供給減少逐步推升報價，且在 1Q22 時發生中國青山集團所持有的大量期貨空單遭軋空的事件，使鎳價一度高漲達到 5 萬美元/噸，目前價格已逐漸回落至 1.7-1.9 萬美元/噸。不過印尼近年積極開採鎳礦，2022 年印尼鎳礦產量年增 48%，預期 2023/2024 年年增 16%/10%，使鎳供過於求，國際鎳研究組織（INSG）預期 2023/2024 年全球鎳礦供需缺口為 22.3 萬噸/23.9 萬噸。澳洲工業部預估 2023-2028 年全球精煉鎳產量 CAGR 3.6%、需求量受電動車帶動 CAGR 4.7%，預估 2026 年後才有望轉為供不應求。

鎳/鋁價格長期價格已推高，惟難現過往大漲情勢

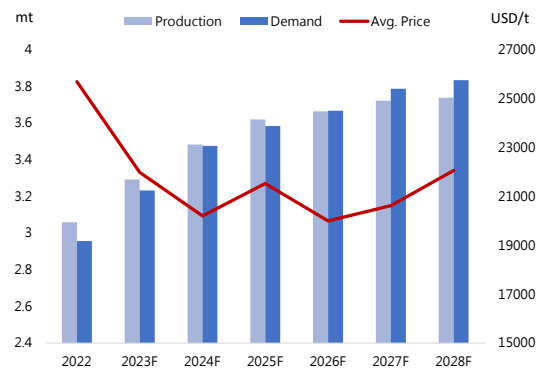
全世界鎳產量中近 70% 被用於生產不銹鋼，儘管鎳僅佔不銹鋼重量 8-10%，但佔成本超過 50%，因此鎳/鋁對於不銹鋼/鋁捲板價格具一定的影響力。短期而言，鎳/鋁價格近期因總經雜音、終端需求疲弱、印尼增產走跌，不過長期來看，鎳/鋁價格將有所支撐，主因 1) 電動車替代傳統燃油車為長期趨勢，電動車至 2030 年 CAGR 有望達 20%，鎳為電動車電池正極材料，電池將取代不銹鋼成為鎳的新需求動能，有望帶動鎳需求量由 2022 年 306 萬噸成長至 2030 年超越 450 萬噸；輕量化需求亦推升鋁消費量，國際鋁業協會報告指出，電動車用鋁需求量 2020-2030 年有望以 CAGR 5% 左右成長，帶動 2030 年全球鋁需求量較 2020 年成長近 40%；2) 減碳、碳中和政策使生產成本變高，支撐金屬價格，且成本高漲下進入障礙變高，新進生產者減少，因此我們認為鎳/鋁將於高檔區間整理。

圖 9：鎳/鋁主要生產國



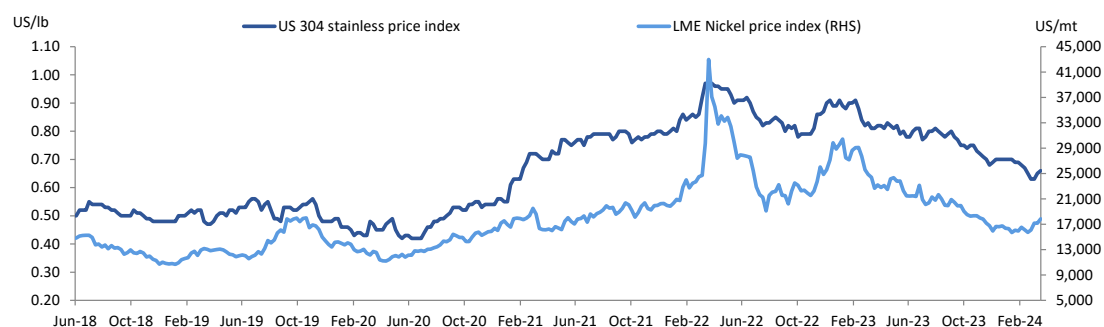
資料來源：Wind、元大投顧

圖 10：預期鎳於 2026 年後供不應求



資料來源：Wind、CMoney、元大投顧

圖 11：鎳鋁價格走勢



資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

大成鋼市占率隨新產能開出持續擴張

美國工業用鋁捲板市場規模約 150 萬噸/年，其中製程分為 DC (直接軋延)及 CC (連續軋延)，DC 鋁軋延道次較多，晶粒小、密度高、可複雜加工，較不容易龜裂和產生凹痕，也因此較為費時、成本較高，CC 鋁則反之。大成鋼專注於 DC 鋁製造買賣。美國國內工業 DC 鋁捲板平均每年需求約 70 萬噸，每月約 6 萬噸，目前因總體經濟疲弱使整體需求萎縮至 4.5 萬噸。

在 2019 年反傾銷法前約 80%的鋁捲板由國外進口，在 2020 年法案確立之後進口量下降約 50 萬噸，大成鋼原有庫存與德州鋁廠自產逐步提高市占率至 65%，後續在冷軋、熱軋新產線開出後有望將市占率拉升至 70-75%，我們認為大成鋼新產能將不影響供需平衡以致需降價競爭，主因 1) 新能源車發展為各國趨勢，以美國市場而言，預估每年有 260 萬噸車用鋁需求，然美國目前車用鋁產能僅不到需求一半，因此大部分傳統鋁廠務轉型為車用鋁廠以求更高的毛利率，工業用鋁產能持續下降，且轉型做車用鋁需投資連續退火線，生產成本墊高下難以返回做工業用鋁；2) 德州廠生產成本與亞洲鋁廠相當，遠低於美國鋁廠，成本結構不同主因德州廠有通路穩定需求，為計畫生產而非接單生產使成本較低，具競爭優勢。

政府打房使國內室內裝修市場萎縮

2017 年起，受惠於 1) 政府解除信用管制；2) 中美貿易戰使台商回流建廠需求增溫；3) 大幅降息使房貸利率低檔，房地產市況轉趨熱絡，我國核發建築物建造執照總樓地板面積連年走升，於 2016 年落底後自 2,988 萬平方公尺成長至 2022 年 4,583 萬平方公尺，年複合成長率達 8.9%。然自 2021 年底開始，我國政府陸續祭出打房政策，如實價登錄 2.0、房地合一稅 2.0、限貸令等，主要內容包含更完整的資訊揭露、短期房地產交易課徵稅率提高、降低購屋貸款成數等，2023 年開始實施主要打擊預售屋市場的「平均地權條例」、2024 年 7 月亦有囤房稅 2.0 將上路，加上在通膨、升息等總經雜音下，資金成本高漲抑制民眾購屋意願，預售屋交易量於 2H21 達到最頂峰後持續下降，預期 2023 年國內室內裝修市場萎縮約 3 成，2024 年持平。

圖 12：近年打房政策統整

政策名稱	實施重點	當前情況
囤房稅 2.0	<ul style="list-style-type: none">■ 調高法定稅率上限至 4.8%■ 出租申報所得可調降稅率至最低 2.4%■ 建商在超過兩年未出售將調高稅率至最高 4.8%	2024 年 7 月 1 日實施
平均地權條例	<ul style="list-style-type: none">■ 禁止預售屋、新屋，換約轉售■ 管制私法人購屋，改採許可制■ 預售屋解約需在 30 天內申報	2023 年 7 月 1 日實施
選擇性信用管制 (限貸令)	<ul style="list-style-type: none">■ 公司法人購置住宅，最高貸款 4 成■ 自然人第 3、4 戶，最高貸款 4 成■ 自然人購置高價住宅，最高貸款 4 成	2021 年 12 月 27 日實施
房地合一稅 2.0	<ul style="list-style-type: none">■ 持有 2 年內，課稅 45%■ 超過 2 年未逾 5 年，課稅 35%■ 超過 5 年未逾 10 年，課稅 20%	2021 年 7 月實施
實價登錄 2.0	<ul style="list-style-type: none">■ 申報時需完整揭露門牌、地號■ 預售屋成交後 30 天內須申報■ 預售屋買賣契約須備查	2021 年 7 月實施

資料來源：海悅廣告、元大投顧

WSA 預期 2024 年需求年增 1.9%，主要由中國以外的經濟體帶動

WSA 上修 2024 年全球鋼鐵需求 0.2ppt 至 1.9%，其中最大消費國中國在房市位在谷底、製造業漸有起色、政府推動基礎建設等多種因素交互下，預期 2024 年需求持平；發達經濟體國家(歐盟、美國等)升息循環進入尾聲、製造業緩步復甦，不過受到能源價格高漲及緊縮性貨幣政策的滯後性影響，2024 年鋼鐵需求僅微幅年增 2.8%；新興經濟體相較之下將會是主要拉抬 2024 年鋼鐵需求的來源，尤其亞洲國家將保持強勁成長。

中國(佔消費 52%)：中國房市在 2023 年持續疲軟，2023 年累積新屋開工面積年減幅達 22%，同時銷售數據持續在谷底徘徊，不過在政府祭出刺激性措施穩定房市後已漸趨穩定，目前未見惡化；基礎建設則受惠於政府推動，2023 年累積基礎建設投資完成額年增 9%，為穩定中國 2023 年鋼鐵需求之重要推手，且 10 月底官方罕見增發人民幣一兆元國債，集中支持在災後重建及水利設施之建設上，將保證 2023 年後續及 2024 年基礎建設動能。展望 2024 年，房市雖處於谷底但已回穩、汽車等製造業緩步復甦、基礎建設持續保持動能，認為中國鋼鐵需求將維持在 2023 年水準。

發達經濟體(佔消費 20%)：發達經濟體隨升息循環進入尾聲，汽車、製造業需求隨總經雜音緩解而復甦，但由於緊縮性貨幣政策的滯後性影響和高能源價格帶來的成本上升將會持續，需求成長較為平緩，預估發達經濟體 2024 年鋼鐵需求年增 2.8%。其中歐盟及英國年將受惠庫存調整告終帶來的需求、以及低基期因素，預計 2024 需求年增 5.8%；北美雖經濟較預期強勢，但房市依舊受到高利率環境影響呈現頹勢，僅商業建築受到回流需求保持動能，預期 2024 年將會持續受惠汽車工業疫後復甦及基礎建設推動，年增率為 1.6%。

新興經濟體(佔消費 28%)：新興經濟體表現較其他地區強勢，其中亞洲國家為主要需求成長地區，新興經濟體整體 2024 年需求年增率將達 4.8%；其中印度表現較為亮眼，受惠政府強力的基礎建設投入及私人投資項目，以及汽車製造業持續健康成長，預期 2024 年需求成長率達 7.7%；東協中雖越南受中國傾銷影響，以及部分國家受政治因素延誤建設進度，但整體同樣受惠基礎建設及內需帶動，年增率同樣為較突出的 5.2%。

圖 13：WSA 上修全球 2024 年鋼鐵需求至年增 1.9%

地區	鋼材表面消費量(百萬公噸)			年增率(%)		
	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
歐盟(27)+英國	152.0	144.6	152.7	-7.8	-5.1	5.8
其他歐洲	39.2	45.0	47.3	-2.5	14.9	5.1
獨立國協+烏克蘭	51.6	54.6	55.2	-12.0	5.8	1.0
北美	132.9	134.1	136.1	-3.0	0.9	1.5
中南美洲	44.9	44.2	45.1	-11.5	-1.6	2.2
非洲	39.5	37.9	39.9	0.8	-4.1	5.4
中東	57.1	56.1	57.9	7.7	-1.7	3.2
亞洲和大洋洲	1265.3	1298.3	1314.9	-2.7	2.6	1.3
世界	1782.5	1814.5	1849.1	-3.3	1.8	1.9
世界(excl. 中國)	861.6	875.2	909.8	-3.2	1.6	4.0
已開發國家	374.7	368.2	378.4	-6.4	-1.8	2.8
中國	920.9	939.3	939.3	-3.5	2.0	0.0
開發中國家(excl. 中國)	486.8	507.0	531.4	-0.6	4.1	4.8
ASEAN五國	72.6	75.3	79.2	-0.2	3.8	5.2
中東及北非	76.6	74.0	76.6	9.4	-3.5	3.5

資料來源：WSA、元大投顧

獲利調整與股票評價

缺乏漲價動能，出貨價量維持低檔，維持持有評等

4Q23 鎳價下跌 11%，使不鏽鋼價下跌幅度大於預期，儘管 1Q24 進入旺季亦無見到產品價格反彈，下修 2024 年毛利率 1.6 ppt，同步下修 EPS 14.9%至 2.57 元。

對大成鋼看法維持中立，主因 1) 4Q23 產品大幅降價使本業大幅不如預期，下修 2024 出貨均價，產品毛利率難擴張至同期水準；2) 下游庫存建立仍然保守，需求能見度低；3) 鎳價跌至近 2 年低點，且印尼增產未見停止，金屬價格上漲不易，大成鋼報價承壓。

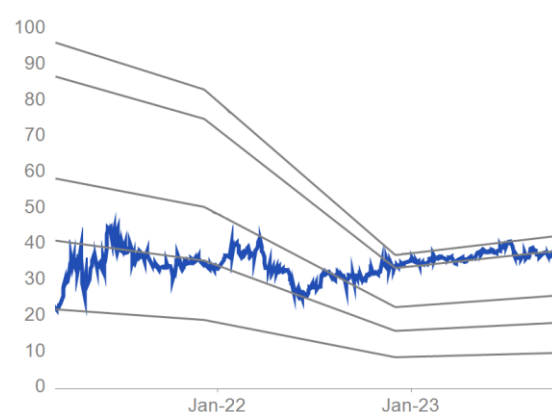
大成鋼過去 3 年本淨比介於 0.9-2.2 倍 (平均 1.3 倍)，2H21-1H22 因鎳鋁飆漲、反傾銷控訴成功，獲利創下高峰，P/B 一度大漲至 2 倍以上，2Q22 起因戰爭、通膨、鎳/鋁價格回落使 P/B 回落至 1-1.3 倍。大成鋼目前股價位於 1.1 倍 2024 年每股淨值，考量到下游拉貨保守，報價與出貨量皆承壓，評價維持 1.2 倍 2024 年每股淨值 (近一年內區間中值)，推得目標價 39 元，維持「持有」評等。建議關注 2025 年德州鋁廠熱軋產線完工時點，將對公司帶來成本節省效益推升毛利率。

圖 14：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	101,257	102,773	102,440	107,700	-1.5%	-4.9%
營業毛利	19,457	20,325	20,453	23,186	-4.3%	-11.8%
營業利益	8,856	9,806	10,012	12,355	-9.7%	-19.0%
稅前利益	9,608	10,355	10,002	11,682	-7.2%	-14.4%
稅後淨利	5,331	5,691	6,248	7,357	-6.3%	-15.1%
調整後 EPS (元)	2.19	2.34	2.57	3.02	-6.4%	-14.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	19.2%	19.8%	20.0%	21.5%	-0.6	-1.6
營業利益率	8.7%	9.5%	9.8%	11.5%	-0.8	-1.7
稅後純益率	5.3%	5.5%	6.1%	6.8%	-0.3	-0.7

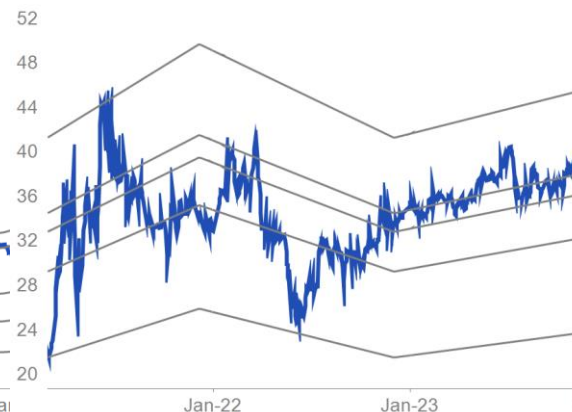
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 15：美國新屋開工 1-9M23 年減 12%



資料來源：Trading Economics、元大投顧

圖 16：中國新屋開工 1-9M23 年減 23%



資料來源：Wind、元大投顧

圖 17：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
大成鋼	2027 TT	持有-超越同業	37.2	2,825	4.94	2.19	2.57	7.5	17.0	14.5	(16.9)	(55.7)	17.2
國際同業													
Allegheny	ATI US	未評等	44.5	5,320	1.0	2.2	2.9	43.3	19.9	15.2	--	117.4	31.2
國際同業平均					1.0	2.2	2.9	43.3	19.9	15.2	--	117.4	31.2

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 18：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
大成鋼	2027 TT	持有-超越同業	37.2	2,825	22.4	7.2	8.2	31.19	31.60	32.56	1.2	1.2	1.1
國際同業													
Allegheny	ATI US	未評等	44.5	5,320	33.2	24.6	24.7	8.2	11.2	14.1	5.4	4.0	3.1
國際同業平均					33.2	24.6	24.7	8.2	11.2	14.1	5.4	4.0	3.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 19：季度及年度簡明損益表 (合併)

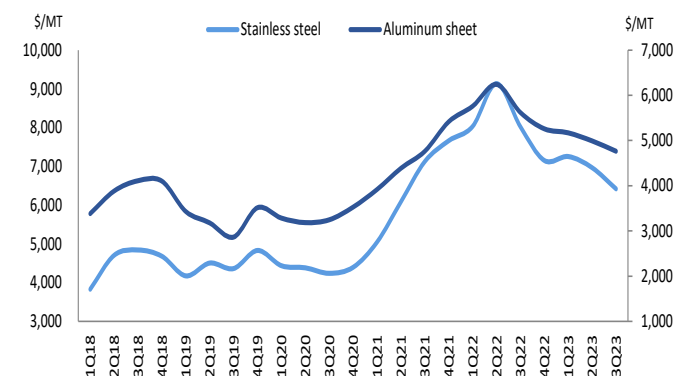
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	28,967	26,369	24,210	21,711	24,174	26,919	26,160	25,187	101,257	102,440
銷貨成本	(22,799)	(21,133)	(19,733)	(18,134)	(19,596)	(21,537)	(20,761)	(20,094)	(81,800)	(81,987)
營業毛利	6,168	5,235	4,477	3,577	4,579	5,382	5,399	5,093	19,457	20,453
營業費用	(2,722)	(2,653)	(2,626)	(2,585)	(2,283)	(2,693)	(2,750)	(2,715)	(10,585)	(10,441)
營業利益	3,447	2,580	1,850	979	2,296	2,688	2,649	2,379	8,856	10,012
業外利益	(217)	744	433	(207)	(427)	706	136	(425)	752	(10)
稅前純益	3,230	3,324	2,283	772	1,869	3,394	2,785	1,954	9,608	10,002
所得稅費用	(822)	(1,284)	(577)	(115)	(430)	(780)	(640)	(449)	(2,798)	(2,300)
少數股東權益	427	408	442	202	360	381	362	351	1,480	1,454
歸屬母公司稅後純益	1,980	1,632	1,264	454	1,079	2,232	1,782	1,154	5,331	6,248
調整後每股盈餘(NT\$)	0.81	0.67	0.52	0.19	0.44	0.92	0.73	0.47	2.19	2.57
調整後加權平均股數(百萬股)	462	462	462	462	462	462	462	462	2,434	2,434
重要比率										
營業毛利率	21.3%	19.9%	18.5%	16.5%	18.9%	20.0%	20.6%	20.2%	19.2%	20.0%
營業利益率	11.9%	9.8%	7.6%	4.5%	9.5%	10.0%	10.1%	9.4%	8.8%	9.8%
稅前純益率	11.2%	12.6%	9.4%	3.6%	7.7%	12.6%	10.6%	7.8%	9.5%	9.8%
稅後純益率	6.8%	6.2%	5.2%	2.1%	4.5%	8.3%	6.8%	4.6%	5.3%	6.1%
有效所得稅率	25.5%	38.6%	25.3%	14.9%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	29.1%	23.0%
季增率(%)										
營業收入	21.2%	-9.0%	-8.2%	-10.3%	11.3%	11.4%	-2.8%	-3.7%		
營業利益	51.1%	-25.1%	-28.3%	-47.1%	134.5%	17.1%	-1.5%	-10.2%		
稅後純益	232.5%	-17.6%	-22.5%	-64.1%	137.7%	106.9%	-20.2%	-35.2%		
調整後每股盈餘	232.5%	-17.6%	-22.6%	-64.1%	137.5%	106.8%	-20.2%	-35.3%		
年增率(%)										
營業收入	-4.2%	-18.3%	-12.7%	-9.2%	-16.5%	2.1%	8.1%	16.0%	-11.3%	1.2%
營業利益	-52.5%	-62.6%	-11.1%	-57.1%	-33.4%	4.2%	43.2%	143.0%	-52.2%	13.1%
稅後純益	-53.8%	-70.4%	-27.4%	-6.5%	-45.5%	36.7%	41.0%	154.2%	-52.7%	13.1%
調整後每股盈餘	-53.8%	-70.2%	-24.6%	-23.7%	-45.5%	36.8%	41.0%	153.9%	-55.7%	17.2%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

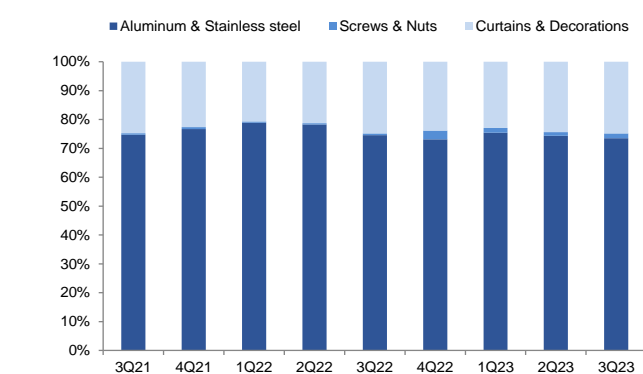
大成鋼(2027)成立於 1986 年，為整合亞洲地區供應商提供不鏽鋼、鋁材及工業扣件，透過本身實體通路及電子商務平台提供歐美零售商、配銷商或是二次批發商。營運模式以大陸為生產腹地，美國為銷售通路，自 2000 年起為全美不鏽鋼產品、工業用鋁捲板及扣件之最大通路商、歐洲不鏽鋼廠銷往美國之獨家代理商。目前鋁捲板產能為 1.8 萬噸/月，在 3Q23 美國德州新產能加入，將可提升至 3.1 萬噸/月。

圖 20：大成鋼不鏽鋼/鋁捲板



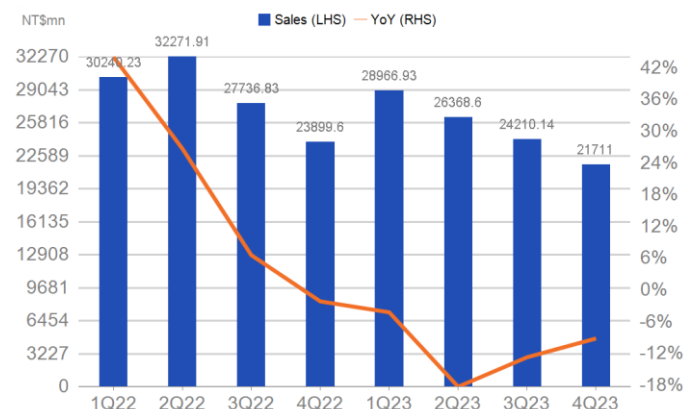
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



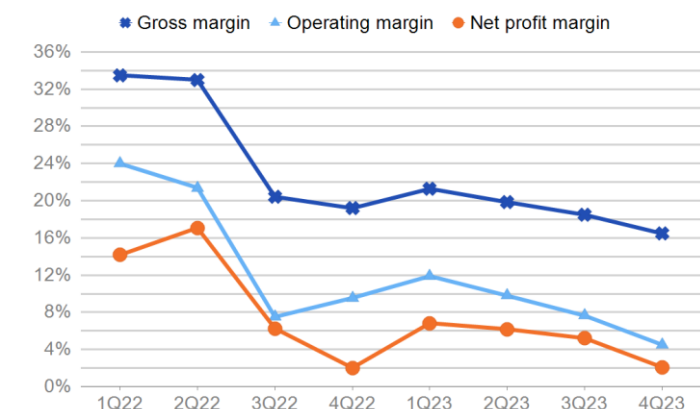
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



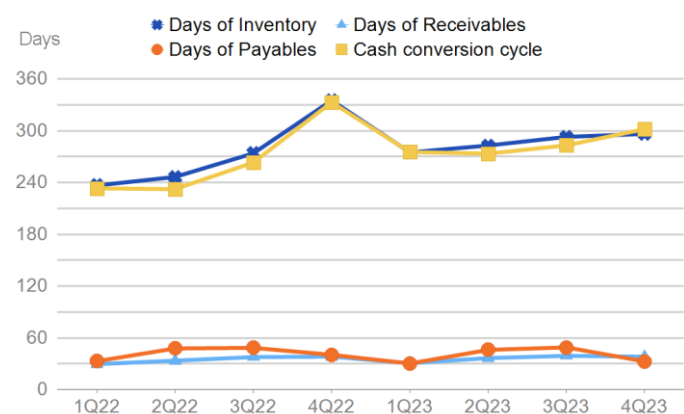
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



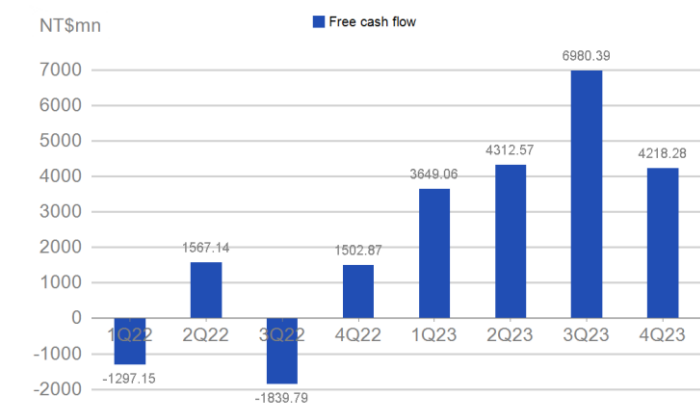
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- **ESG 總分：**大成鋼整體的 ESG 風險評級屬於高風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於落後的位置，但在鋼鐵行業中的公司中排名略微領先同業。
- **在 ESG 議題上的曝險：**大成鋼的整體曝險屬於高等水準，與鋼鐵行業的平均水準相近。公司較需要改善的 ESG 議題包含排放、廢水和廢物、碳排放運作以及職業健康和安全等。
- **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**大成鋼在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。該公司的資訊揭露力度很大，顯示該公司對投資者和公眾高度負責。它有一些舉措來管理與重大 ESG 議題相關的風險，但該公司缺乏關鍵領域的政策和計劃。儘管如此，該公司並未捲入任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 26：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	37.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	62.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	44.0
風險評級	高 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	45

資料來源：Sustainalytics (2024/3/21)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10) 低 (10-20) 中 (20-30) 高 (30-40) 極高 (40+)

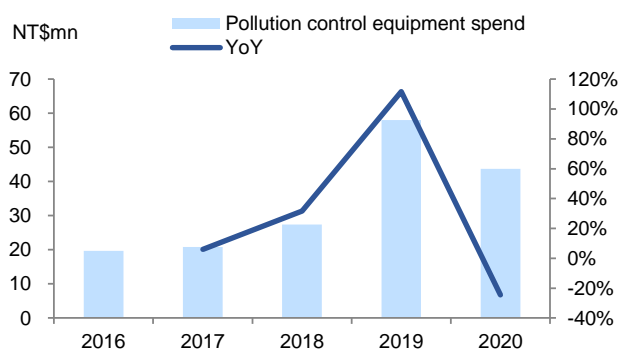
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

註 4：執行力分數評級：

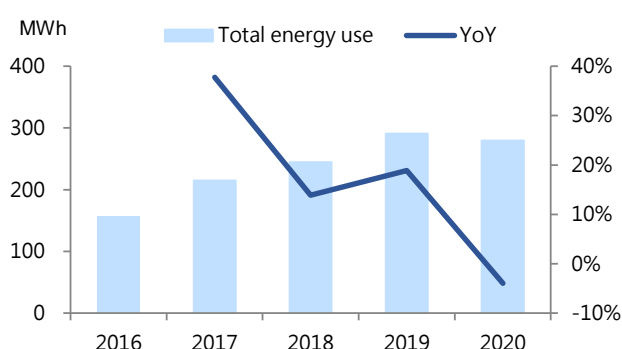
弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 27：污染防治設備投入額



資料來源：公司資料、Reuters

圖 28：天然氣使用量



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	9,332	11,234	9,504	13,020	10,743
存貨	49,951	72,103	56,616	53,449	47,705
應收帳款及票據	7,272	8,106	7,526	4,823	7,962
其他流動資產	9,884	7,603	8,758	8,933	9,111
流動資產	76,439	99,046	82,403	80,225	75,521
採用權益法之投資	2	650	527	537	548
固定資產	13,895	22,992	29,301	34,532	40,025
無形資產	5,733	6,083	6,144	6,205	6,267
其他非流動資產	13,002	17,674	16,741	16,267	15,801
非流動資產	32,632	47,400	52,713	57,542	62,641
資產總額	109,071	146,446	135,115	137,768	138,162
應付帳款及票據	2,361	3,081	2,051	2,891	2,672
短期借款	9,993	13,651	17,955	20,106	22,365
什項負債	7,987	17,689	7,989	8,068	8,149
流動負債	20,341	34,421	27,994	31,066	33,186
長期借款	26,021	28,988	22,916	25,773	28,630
其他負債及準備	8,284	9,141	9,726	3,076	(6,898)
長期負債	34,304	38,128	32,642	28,849	21,731
負債總額	54,645	72,549	60,636	59,915	54,918
股本	20,085	20,286	24,343	24,343	24,343
資本公積	22,994	22,783	23,002	23,002	23,002
保留盈餘	13,835	21,934	18,361	20,234	23,963
什項權益	(7,889)	(1,741)	(2,646)	(2,598)	(2,500)
歸屬母公司之權益	49,025	63,262	63,060	64,979	68,806
非控制權益	5,401	10,635	11,419	12,874	14,438
股東權益總額	54,426	73,897	74,479	77,853	83,245

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	11,562	14,399	6,811	7,702	9,982
折舊及攤提	2,212	2,461	2,391	2,510	2,636
本期營運資金變動	(3,277)	(16,232)	15,063	6,710	2,387
其他營業資產 及負債變動	2,212	3,467	3,389	845	1,416
營運活動之現金流量	12,709	4,094	25,263	15,880	13,845
資本支出	(744)	(4,161)	(7,357)	(7,742)	(8,129)
本期長期投資變動	(128)	648	0	(11)	(11)
其他資產變動	(6,273)	(2,579)	(2,177)	0	0
投資活動之現金流量	(7,144)	(6,092)	(9,534)	(7,752)	(8,140)
股本變動	3,500	201	0	0	0
本期負債變動	(7,504)	11,418	(9,983)	5,008	5,115
現金增減資	15,050	0	0	0	0
支付現金股利	(1,270)	(3,184)	(4,288)	(2,921)	(3,124)
其他調整數	(13,202)	(4,940)	(3,325)	(6,650)	(9,974)
融資活動之現金流量	(3,426)	3,495	(17,595)	(4,563)	(7,983)
匯率影響數	(107)	406	57	0	0
本期產生現金流量	2,031	1,903	(1,810)	3,564	(2,277)
自由現金流量	11,965	(67)	16,562	9,602	6,601

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	96,886	114,149	101,257	102,440	116,664
銷貨成本	(67,816)	(83,111)	(81,800)	(81,987)	(92,303)
營業毛利	29,071	31,038	19,457	20,453	24,360
營業費用	(10,133)	(12,507)	(10,585)	(10,441)	(12,077)
推銷費用	(2,833)	(3,581)	(3,099)	(3,261)	(3,665)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(7,308)	(8,921)	(7,491)	(7,189)	(8,421)
其他費用	9	(5)	(15)	(8)	(8)
營業利益	18,937	18,526	8,856	10,012	12,284
利息收入	15	86	287	338	338
利息費用	(1,067)	(1,317)	(1,783)	(1,238)	(1,238)
利息收入淨額	(1,052)	(1,230)	(1,496)	(900)	(900)
投資利益(損失)淨額	11	(311)	(153)	3	3
匯兌損益	(316)	1,952	130	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(2,165)	250	2,401	887	1,577
稅前純益	15,414	19,186	9,608	10,002	12,963
所得稅費用	(3,852)	(4,787)	(2,798)	(2,300)	(2,981)
少數股權淨利	1,890	2,373	1,480	1,454	1,565
歸屬母公司之稅後純益	9,673	12,026	5,331	6,248	8,418
稅前息前折舊攤銷前淨利	18,920	22,863	11,654	12,934	15,324
調整後每股盈餘 (NT\$)	5.94	4.94	2.19	2.57	3.46

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	63.6	17.8	(11.3)	1.2	13.9
營業利益	938.9	(2.2)	(52.2)	13.1	22.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	385.4	20.8	(49.0)	11.0	18.5
稅後純益	--	24.5	(52.7)	13.1	29.6
調整後每股盈餘	--	(16.9)	(55.7)	17.2	34.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	30.0	27.2	19.2	20.0	20.9
營業利益率	19.6	16.2	8.8	9.8	10.5
稅前息前淨利率	14.8	15.7	8.8	9.8	10.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.5	20.0	11.5	12.6	13.1
稅前純益率	15.9	16.8	9.5	9.8	11.1
稅後純益率	10.0	10.5	5.3	6.1	7.2
資產報酬率	11.2	11.3	4.8	5.6	7.2
股東權益報酬率	25.3	22.4	7.2	8.2	10.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	100.4	98.2	81.4	77.0	66.0
淨負債權益比(%)	49.0	42.5	42.1	42.2	48.4
利息保障倍數 (倍)	15.5	15.6	6.4	9.1	11.5
流動比率 (%)	375.8	287.8	294.4	258.2	227.6
速動比率 (%)	116.5	72.1	92.1	86.2	83.8
淨負債 (NT\$百萬元)	26,682	31,404	31,367	32,859	40,251
調整後每股淨值 (NT\$)	24.41	31.19	31.60	32.56	34.48
評價指標 (倍)					
本益比	6.3	7.5	17.0	14.5	10.7
股價自由現金流量比	7.6	--	5.5	9.4	13.7
股價淨值比	1.5	1.2	1.2	1.1	1.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	4.8	4.0	7.8	7.0	5.9
股價營收比	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

大成鋼 (2027 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210513	43.70	60.00	44.07	買進	李侃奇
2	20210713	59.60	75.00	55.09	買進	李侃奇
3	20211112	49.40	65.00	48.50	買進	李侃奇
4	20220221	49.35	67.00	49.99	買進	李侃奇
5	20220511	43.25	70.00	52.23	買進	李侃奇
6	20220727	35.40	48.00	38.08	買進	李侃奇
7	20230213	44.15	44.00	34.90	持有-超越同業	李侃奇
8	20230817	36.50	39.00	39.00	持有-超越同業	陳映慈
9	20231115	36.50	39.00	39.00	持有-超越同業	陳映慈

資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.